

业绩符合预期，单季受非经常性因素影响略有下滑

——奇正藏药三季度报点评

核心观点

- **业绩符合预期，投资收益波动拖累单季表现。**公司公布 2021 年三季度报告，前三季度实现营收 11.89 亿元（+16.37%），归母净利润为 6.47 亿元（+99.81%），扣非净利润 3.14 亿元（+16.15%），保持快速增长。其中单三季度实现营收 4.03 亿元（-0.73%），归母净利润-3.4 亿元（-429.13%），主要系权益法投资下，公司参与设立的并购基金西藏群英（有限合伙）持有百洋医药（301015）股价下跌确认公允价值变动损益所致，扣非后单季净利润 7768 万元（-24.34%），单三季度主要受疫情和洪水影响略有下滑。
- **公司保持研发投入，费用控制结果良好。**公司前三季度研发费用率 3.73%，单三季度环比提升，持续加大投入创新发展中心建设，保障发展动力。销售费用率 42.88%，管理费用率 7.39%，维持稳定，在传统贴膏剂产品稳步增长前提下，加大新产品上市力度和推广效率，另外加强保健品销售，为长期快速增长注入新的活力。
- **持续推进管理精细化，保证业务可持续发展。**2021 年，公司持续推进和深化“一轴两翼三支撑”的战略布局，并不断加强自身精细化管理的提高。一方面公司进一步加大城市覆盖和渠道下沉力度，同时积极推进数字化营销转型，加快第三终端的销售推进；另一方面加大不同治疗领域新产品的上市力度和效率，通过特色的学术、品牌及文化推广，不断扩大和增强公司品牌影响力，目前已有明显效果。公司以精细化管理强化组织建设和团队执行力，不断深化品牌、产品、营销、研发等多位优势，保障业务可持续发展。

财务预测与投资建议

- 由于公司三季度有大额投资收益变动，我们调整盈利预测 2021-23 年每股收益分别为 1.31/0.93/1.05 元（原 21-23 年 EPS 预测为 2.23/1.03/1.17）。由于投资收益不具有可持续性，按照 22 年 eps 估值，根据可比公司，给予公司 22 年 30x 估值，对应目标价为 27.9 元，维持增持评级。

风险提示

- 贴膏剂销售不及预期；疫情洪水等非自然因素影响；新业务拓展不及预期；投资收益波动对未来公司收益造成不确定性

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,403	1,476	1,698	1,923	2,178
同比增长(%)	15.6%	5.2%	15.0%	13.2%	13.3%
营业利润(百万元)	402	457	773	552	625
同比增长(%)	13.4%	13.9%	69.1%	-28.6%	13.1%
归属母公司净利润(百万元)	364	406	693	492	558
同比增长(%)	14.3%	11.4%	70.7%	-29.0%	13.4%
每股收益(元)	0.69	0.76	1.31	0.93	1.05
毛利率(%)	87.1%	86.0%	86.8%	86.8%	86.8%
净利率(%)	26.0%	27.5%	40.8%	25.6%	25.6%
净资产收益率(%)	17.0%	16.7%	24.6%	15.0%	14.7%
市盈率	35.7	32.0	18.8	26.4	23.3
市净率	5.8	5.0	4.3	3.7	3.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月27日)	24.49 元
目标价格	27.9 元
52周最高价/最低价	35.5/22.62 元
总股本/流通A股(万股)	53,036/52,858
A股市值(百万元)	12,988
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年10月28日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.63	-26.26	-14.68	-5.59
相对表现	-5.14	-30.87	-15.29	-9.31
沪深300	-1.49	4.61	0.61	3.72



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘恩阳
010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001

证券分析师 田世豪
021-63325888*6111
tianshishao@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521080001

联系人 易丹阳
yidanyang@orientsec.com.cn

联系人 裴晓鹏
peixiaopeng@orientsec.com.cn

相关报告

业绩符合预期，持续推进精细化管理： 2021-08-31
业绩符合预期，激励完善将长期发展： 2021-05-07

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司未来业务增长主要来源为贴膏剂、软膏剂等产品稳健增长，新产品及保健品业务加速放量。公司核心产品消痛贴膏已纳入基药目录、医保目录，向基层市场推广渗透率仍具提升空间，二线品种及新产品增速较高，保障业绩稳健增长。
- 2) 公司 21-23 年毛利率为 86.81%。公司主要产品贴膏类、丸剂类产品独家品牌优势明显，历来毛利率稳定，预计未来维持原有水平。
- 3) 公司 21-23 年销售费用率为 46%、47%和 47%，管理费用率为 7.51%、7.40%和 7.30%，研发费用率为 4%。公司基层推广及新产品推广仍需要较大投入，销售费用率维持高位，管理费用率下降主要是规模提升带来的人员效率提升。
- 4) 公司 21-23 年的所得税率为 9.13%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
贴膏剂					
销售收入（百万元）	1,049.8	1,103.0	1,268.4	1,433.3	1,619.6
增长率	13.8%	5.1%	15.0%	13.0%	13.0%
毛利率	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%	87.4%
软膏剂					
销售收入（百万元）	256.1	251.8	294.7	338.9	389.7
增长率	24.8%	-1.6%	17.0%	15.0%	15.0%
毛利率	88.8%	85.1%	89.0%	89.0%	89.0%
丸剂					
销售收入（百万元）	93.3	108.0	118.8	130.7	143.8
增长率	15.6%	15.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	81.0%	78.6%	80.0%	80.0%	80.0%
保健品					
销售收入（百万元）	- 0	6.8	9.5	13.3	18.6
增长率			40.0%	40.0%	40.0%
毛利率		46.7%	47.0%	47.0%	47.0%
其他					
销售收入（百万元）	3.6	6.6	6.6	6.6	6.6
增长率	-21.3%	85.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	46.1%	42.1%	50.0%	50.0%	50.0%
合计					
销售收入	1,402.7	1,476.2	1,698.0	1,922.8	2,178.3
增长率	15.6%	5.2%	15.0%	13.2%	13.3%
综合毛利率	87.1%	86.0%	86.8%	86.8%	86.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
投资净收益	781	15	14	291	15	14
变动幅度				-62.7%	0.0%	0.0%
分产品盈利预测						
贴膏剂						
销售收入	1,388	1,569	1,773	1,268	1,433	1,620
变动幅度				-8.6%	-8.6%	-8.6%
毛利率	87.44%	87.44%	87.44%	87.44%	87.44%	87.44%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
软膏剂						
销售收入	345	396	456	295	339	390
变动幅度				-14.5%	-14.5%	-14.5%
毛利率	89.00%	89.00%	89.00%	89.0%	89.0%	89.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
丸剂						
销售收入	113	124	137	119	131	144
变动幅度				5.3%	5.3%	5.3%
毛利率	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
保健品						
销售收入	-	-	-	10	13	19
变动幅度						
毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	47.0%	47.0%	47.0%
变动幅度						
其他						
销售收入	4	4	4	7	7	7
变动幅度				85.9%	85.9%	85.9%
毛利率	17.60%	17.60%	17.60%	50.00%	50.00%	50.00%
变动幅度				32.4%	32.4%	32.4%
销售收入合计	1,849	2,093	2,369	1,698	1,923	2,178
变动幅度				-8.2%	-8.1%	-8.0%
综合毛利率	87.23%	87.26%	87.28%	86.81%	86.79%	86.76%
变动幅度				-0.4%	-0.5%	-0.5%

主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,849	2,093	2,369	1,698	1,923	2,178
变动幅度				-8.2%	-8.1%	-8.0%
营业利润	1,314	611	693	773	552	625
变动幅度				-41.1%	-9.6%	-9.8%
归属母公司净利润	1,184	545	619	693	492	558
变动幅度				-41.5%	-9.8%	-10.0%
每股收益（元）	2.23	1.03	1.17	1.31	0.93	1.05
变动幅度				-41.5%	-9.8%	-10.0%
毛利率(%)	87.23%	87.26%	87.28%	86.81%	86.79%	86.76%
变动幅度				-0.4%	-0.5%	-0.5%
净利率(%)	64.00%	26.06%	26.15%	40.79%	25.57%	25.60%
变动幅度				-23.2%	-0.5%	-0.6%

数据来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

由于公司三季度有大额投资收益变动，我们调整盈利预测，预计公司 2021-23 年每股收益分别为 1.31/0.93/1.05 元（原 21-23 年 EPS 预测为 2.23/1.03/1.17）。由于投资收益不具有可持续性，按照 22 年 eps 估值，根据可比公司，给予公司 22 年 30x 估值，对应目标价为 27.9 元，维持增持评级。

表 2: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2021/10/27	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
同仁堂	600085	31.90	0.75	0.89	1.02	42.41	36.04	31.28
片仔癀	600436	415.00	2.77	4.00	5.09	149.79	103.73	81.55
人福医药	600079	20.41	0.70	0.92	1.17	29.02	22.31	17.40
东阿阿胶	000423	39.96	0.07	0.67	1.38	603.63	59.73	29.05
云南白药	000538	91.88	4.30	4.15	4.73	21.36	22.12	19.41
信邦制药	002390	6.52	0.09	0.14	0.17	76.17	46.57	38.35
	最大值					603.63	103.73	81.55
	最小值					21.36	22.12	17.40
	平均数					153.73	48.42	36.17
	调整后平均					74.35	41.46	29.52

数据来源: wind, 东方证券研究所

风险提示

- 贴膏剂销售不及预期
- 疫情、洪水等非自然因素影响
- 新业务拓展不及预期
- 投资收益波动对未来公司收益造成不确定性

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,347	1,830	3,491	3,923	4,403	营业收入	1,403	1,476	1,698	1,923	2,178
应收票据及应收账款	678	1,023	37	42	38	营业成本	180	207	224	254	288
预付账款	2	5	4	5	6	营业税金及附加	22	26	30	33	38
存货	62	94	90	102	121	营业费用	700	715	781	904	1,024
其他	46	18	20	20	21	管理费用及研发费用	182	175	196	219	246
流动资产合计	2,135	2,971	3,642	4,092	4,589	财务费用	(14)	(22)	54	45	40
长期股权投资	185	184	184	184	184	资产、信用减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	525	507	541	564	582	公允价值变动收益	2	0	0	0	0
在建工程	21	70	56	48	45	投资净收益	15	13	291	15	14
无形资产	46	176	219	261	301	其他	52	68	68	68	68
其他	72	551	170	181	204	营业利润	402	457	773	552	625
非流动资产合计	849	1,489	1,169	1,238	1,316	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	2,984	4,459	4,812	5,330	5,905	营业外支出	0	11	11	11	11
短期借款	300	300	300	300	300	利润总额	401	447	763	541	614
应付票据及应付账款	20	50	31	42	52	所得税	37	41	70	49	56
其他	334	412	444	459	466	净利润	364	406	693	492	558
流动负债合计	654	762	775	801	818	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	235	235	235	235	归属于母公司净利润	364	406	693	492	558
应付债券	0	667	695	695	695	每股收益(元)	0.69	0.76	1.31	0.93	1.05
其他	68	161	68	68	68						
非流动负债合计	68	1,063	997	997	997	主要财务比率					
负债合计	722	1,825	1,773	1,799	1,816		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	16	16	17	17	17	成长能力					
股本	530	530	530	530	530	营业收入	15.6%	5.2%	15.0%	13.2%	13.3%
资本公积	426	446	471	471	471	营业利润	13.4%	13.9%	69.1%	-28.6%	13.1%
留存收益	1,288	1,508	2,021	2,513	3,070	归属于母公司净利润	14.3%	11.4%	70.7%	-29.0%	13.4%
其他	1	133	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,262	2,635	3,039	3,531	4,089	毛利率	87.1%	86.0%	86.8%	86.8%	86.8%
负债和股东权益总计	2,984	4,459	4,812	5,330	5,905	净利率	26.0%	27.5%	40.8%	25.6%	25.6%
						ROE	17.0%	16.7%	24.6%	15.0%	14.7%
						ROIC	15.3%	12.3%	18.5%	12.0%	12.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	24.2%	40.9%	36.8%	33.7%	30.7%
净利润	364	406	693	492	558	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	35	40	29	33	36	流动比率	3.26	3.90	4.70	5.11	5.61
财务费用	(14)	(22)	54	45	40	速动比率	3.17	3.77	4.58	4.98	5.46
投资损失	(15)	(13)	(291)	(15)	(14)	营运能力					
营运资金变动	484	(283)	1,003	8	(0)	应收账款周转率	36.8	47.3	69.7	48.6	54.7
其它	(448)	111	276	(11)	(23)	存货周转率	2.9	2.6	2.4	2.6	2.6
经营活动现金流	406	239	1,763	552	597	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(88)	(199)	(91)	(91)	(91)	每股指标(元)					
长期投资	41	3	13	0	0	每股收益	0.69	0.76	1.31	0.93	1.05
其他	425	(396)	157	15	14	每股经营现金流	0.77	0.45	3.32	1.04	1.13
投资活动现金流	378	(592)	79	(76)	(77)	每股净资产	4.23	4.94	5.70	6.63	7.68
债权融资	1	908	28	0	0	估值比率					
股权融资	139	20	25	0	0	市盈率	35.7	32.0	18.8	26.4	23.3
其他	26	(89)	(234)	(45)	(40)	市净率	5.8	5.0	4.3	3.7	3.2
筹资活动现金流	166	839	(181)	(45)	(40)	EV/EBITDA	29.2	25.9	14.4	19.6	17.6
汇率变动影响	1	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	31.8	28.3	14.9	20.6	18.5
现金净增加额	951	483	1,661	431	480						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn